



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

22. Oktober 2020

Faktorinvesting: Konkurrenz für das klassische Asset Management?

Faktorinvesting ist seit Jahren ein Trend im Asset Management. Immer größere Volumina – insbesondere im Aktienbereich – werden durch sog. Faktoransätze gesteuert. Dabei erscheinen diese Faktoransätze oftmals exotischer, als sie wirklich sind, denn am Ende nutzen sie Erkenntnisse, die auch im klassischen Asset Management seit über 100 Jahren genutzt werden. So wird ein vernunftbegabter Portfoliomanager immer nach Aktien Ausschau halten, die nur eine geringe Insolvenzwahrscheinlichkeit aufweisen, eher profitabel sind, ein hinreichend stabiles Gewinnwachstum aufweisen und dabei nicht übermäßig teuer bewertet sind. Damit wird auch ein „klassischer“ Portfoliomanager unbewusst zu einem Faktorinvestor, denn auch dieser hält in der Selektion von Aktien nach Faktoren Ausschau, die eine überdurchschnittliche Wertentwicklung versprechen. Der einzige Unterschied zum modernen Faktorinvesting im engeren Sinne besteht darin, dass dort in einer mathematisch rigorosen Vorgehensweise die Portfolios so weit wie eben möglich darauf „getrimmt“ werden, ganz spezielle Faktoreigenschaften in maximal möglicher Ausprägung aufzuweisen. Hier steht also nicht mehr unbedingt die Einzelaktie im Fokus, sondern die kumulierten Faktoreigenschaften auf Portfolioebene.

Ob diese mathematisch rigorose Vorgehensweise mit Fokus auf die Portfolioebene erfolgsversprechender ist als das implizite Faktorinvesting eines klassischen, rein qualitativ orientierten Portfoliomanagers lässt sich nicht abschließend sagen. In den meisten Fällen kommt es am Ende darauf an, auf welche Faktoren ein Portfolio ausgerichtet wird. Ein klassischer Portfoliomanager wird hier vermutlich nicht dogmatisch vorgehen, sondern im Zeitverlauf (bewusst oder auch unbewusst) den Fokus verändern, da er beobachtet und auch intuitiv wahrnimmt, wie

gewisse Themen für die Wertentwicklung an Relevanz gewinnen und andere Themen eher an Bedeutung verlieren. Ein regelgebundenes, computergestütztes Faktorinvesting geht hier im Vergleich dazu in aller Regel dogmatischer vor. Hier wird zu Beginn des Prozesses eine Arbeitshypothese aufgestellt, die festlegt, welche Faktoren mit welchen Gewichtsregeln in das Modell eingehen sollen, um langfristig die maximal mögliche Wertentwicklung zu erzielen.

Diese Überlegungen sind primär ökonomisch getrieben und werden von der Frage geleitet, wo die höchsten Risikoprämien vereinnahmt werden können. Liegt man mit seiner Arbeitshypothese richtig, ist die resultierende Wertentwicklung so gut, dass sie die Ergebnisse klassischer Selektionsansätze in aller Regel übertrifft. Allerdings sollte man nicht glauben, dass es leicht ist, Arbeitshypothesen bezüglich des Ausmaßes zukünftiger Risikoprämien aufzustellen. In gewisser Weise kann man dieser Herausforderung aus dem Weg gehen, indem man nicht große „Wetten“ auf einzelne Faktoren und die damit einhergehenden Risikoprämien abschließt, sondern indem man auf eine Vielzahl verschiedener Faktoren setzt, die aus ökonomischer Perspektive langfristig alle Sinn ergeben und zudem bei empirischer Betrachtung auch in der Vergangenheit „funktioniert“ haben.

Was sich auf den ersten Blick logisch anhört (und im Übrigen auch langfristig logisch und richtig ist) hat leider in den vergangenen Jahren nur bedingt funktioniert. Dies ist letztlich auf zwei Faktoren zurückzuführen, die sich in der jüngeren Vergangenheit sehr untypisch verhalten haben. Dazu zählt in erster Linie der Value-Faktor und in zweiter Linie der Size-Faktor. Beim Value-Faktor geht es darum,

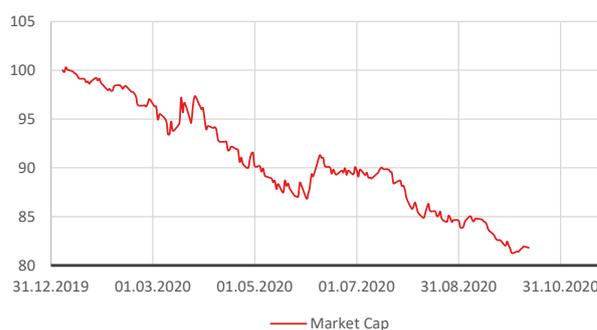
Aktien auszuwählen, die eine günstige Bewertung aufweisen, beim Size-Faktor darum, die grundsätzlich bessere Wertentwicklung kleinerer Unternehmen im Portfolio dadurch zu reflektieren, dass große Unternehmen relativ zum Indexgewicht untergewichtet werden. Nun weisen aber in den letzten Jahren Aktien mit einer günstigen Bewertung eine geradezu desaströse Wertentwicklung auf; etwas abgemildert gilt das auch für kleinere Unternehmen. Wenn man etwas genauer hinschaut stellt man sogar fest, dass die Indizes zu einem erheblichen Teil durch die sehr gute Wertentwicklung einiger weniger extrem großer Unternehmen geprägt wurden, die wiederum alle eher teuer bewertet sind. Vermutlich ist der Hauptgrund für diese Entwicklung das anhaltend niedrige Zinsniveau. Im Ergebnis hat dies dazu geführt, dass Faktoransätze, die eher statisch an diesen Faktoren festgehalten haben, eine temporär schwächere Wertentwicklung als der Index ausgewiesen haben. Diese Erfahrung spricht dafür, Faktoransätze adaptiver zu gestalten, so wie dies oftmals eher intuitiv auch im klassischen Portfoliomanagement der Fall ist.

Dazu müssen aber Analysetools bereitstehen, die aufzeigen, welche Faktoren gerade welche Faktorrenditen aufweisen. Dafür haben wir bei Warburg Modelle aufgesetzt, die über verschiedene Zeiträume aufzeigen können, wie sich Portfolios entwickelt haben, die explizit auf spezifische Faktoren ausgerichtet waren. Dabei ist der Grundgedanke immer der gleiche: Es geht um die Frage, welche Wertentwicklung ein Portfolio aufweist, das eine hohe Anzahl von Aktien (in unserem Fall 180 Aktien) kauft, die eine positive Faktoreigenschaft aufweisen (z.B. indem sie sehr profitabel sind) und gleichzeitig Aktien leerverkauft, die schlechte Eigenschaften aufweisen (in diesem Fall dementsprechend unprofitabel sind). Wählt man als Zeitraum beispielsweise die letzten 200 Handelstage, ergeben sich interessante Erkenntnisse. So hätte eine reine Dividenden-Faktorstrategie (als Proxy für den Value-Faktor) zu einer absolut desaströsen Wertentwicklung geführt; das gilt auch für eine Strategie, die exklusiv auf kleine Unternehmen gesetzt hätte. Damit hat sich der Trend der letzten beiden Jahre auch zuletzt weiter fortgesetzt, und zwar nahezu linear. Anders war es beim Thema Wachstum: Je höher das Wachstum der Gewinne oder der Umsätze ausfiel, umso besser war die Wertentwicklung – kein wirklich überraschendes Ergebnis angesichts der Tatsache, dass Unternehmen mit besonders guten Wachstumsperspektiven von niedrigen Zinsen überdurchschnittlich profitieren.

Faktorrendite Dividendenrendite



Faktorrendite Unternehmensgröße



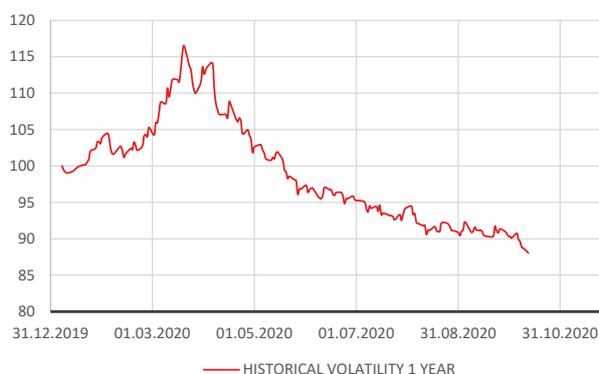
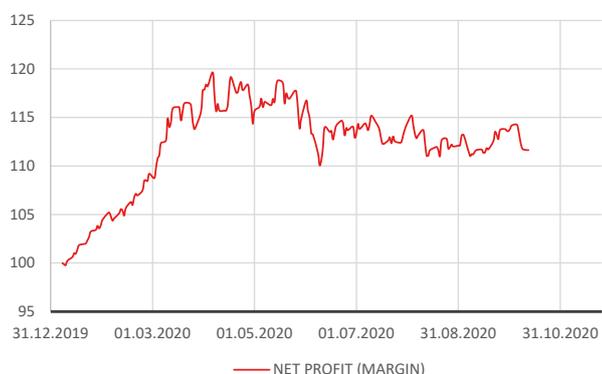
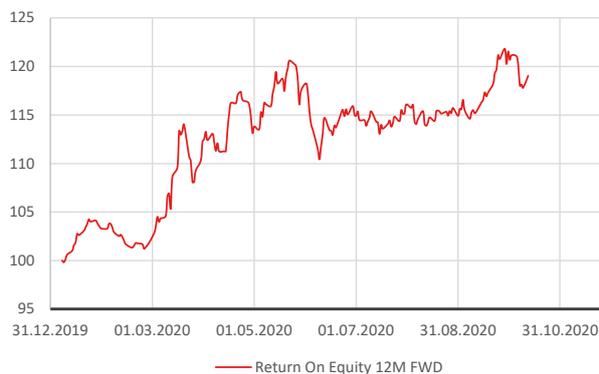
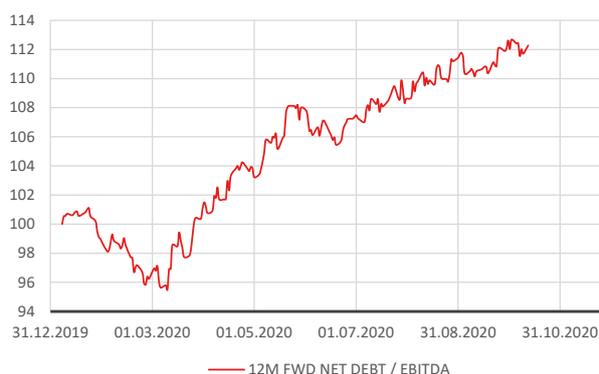
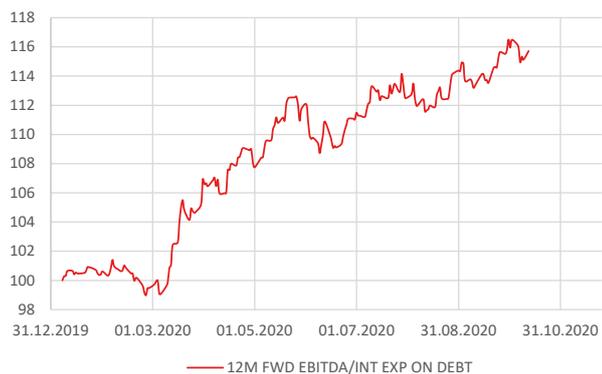
Die vollständige Übersicht über den Verlauf der Faktorportfolios ist im Anhang dieser Publikation dargestellt. Im Ergebnis lässt sich festhalten, dass im Verlauf der Wertentwicklung der Faktorportfolios Informationen „schlummern“, die gehoben werden sollten, um adaptive Verfahren im Faktorinvesting zu entwickeln und zu verfeinern.

Wird das Faktorinvesting damit zu einer ernsthaften Konkurrenz zu klassischen Selektionsansätzen im Asset Management? Aus unserer Sicht nicht – eher gilt das Gegenteil. So können derartige Informationen genutzt werden, um auch in weniger regelgebundenen Prozessen Veränderungen im Investmentstil vorzunehmen, zumal bei einer qualitativen Betrachtung auch fundamentale Überlegungen darüber einfließen können, warum ein Faktor derzeit eine hohe oder niedrige Faktorrendite aufweist und warum etwas dafür oder dagegen spräche, dass sich dieser Trend in Zukunft fortsetzen wird.

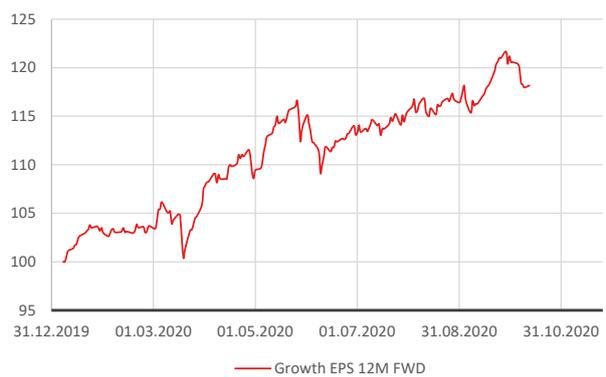
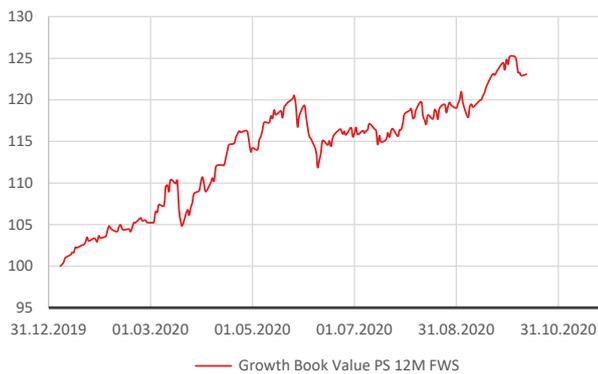
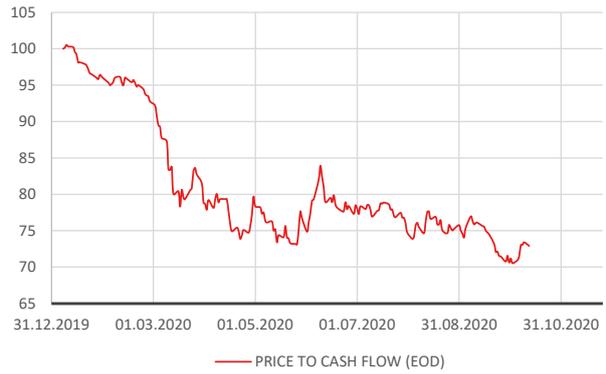
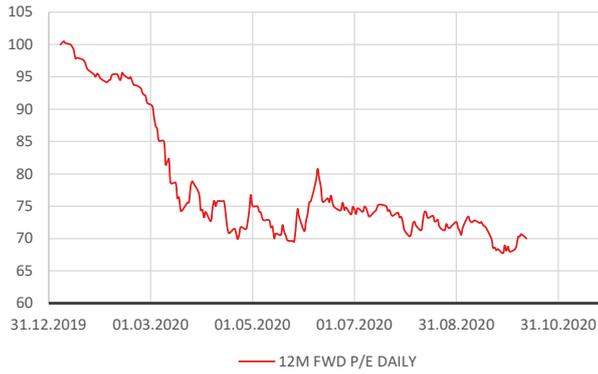
Die systematische Analyse solcher Daten hilft so auch im klassischen Asset Management, Ideen zu generieren und Investmenthypothesen zu validieren. Damit wird das computergestützte Faktorinvesting immer mehr Partner des qualitativ arbeitenden Portfoliomanagers; die Zeiten einer unfruchtbaren Konkurrenz der Investmentansätze sollten damit im Idealfall vorbei sein.

Wir danken an dieser Stelle Herrn Fabian Geisler für die sehr umfangreichen Berechnungen zu diesem Themenkomplex.

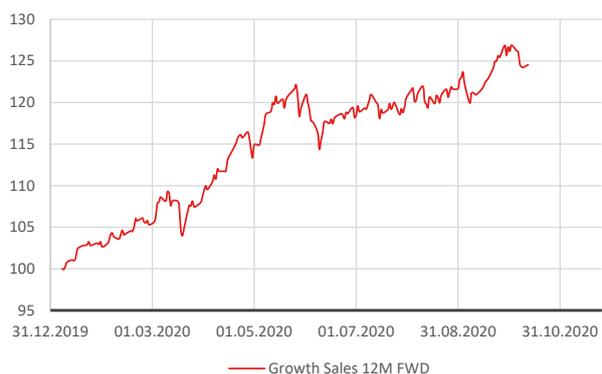
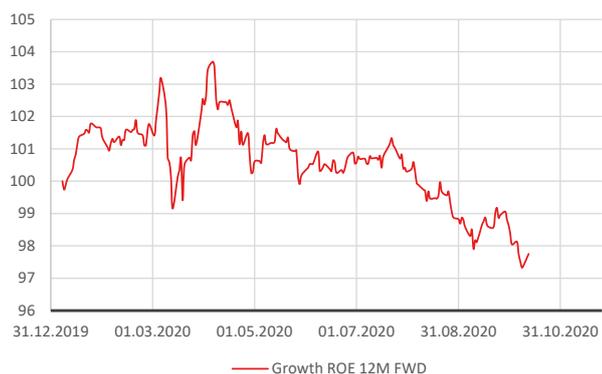
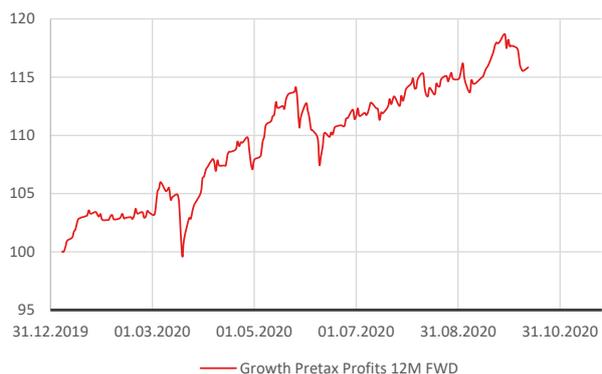
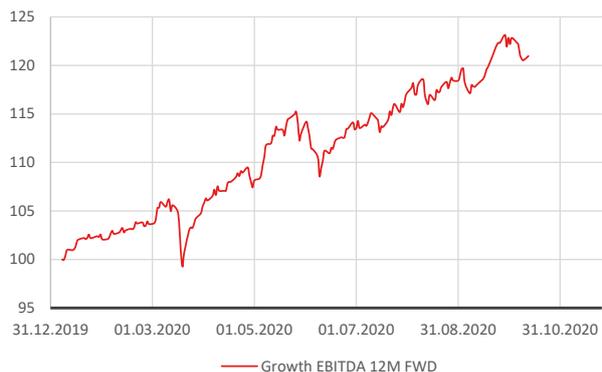
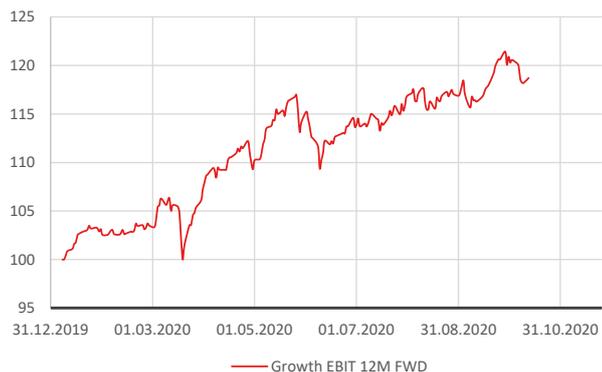
Anhang Übersicht Faktorrenditen



Konjunktur und Strategie



Konjunktur und Strategie



Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	22.10.2020 13:53	15.10.2020 -1 Woche	21.09.2020 -1 Monat	21.07.2020 -3 Monate	21.10.2019 -12 Monate	31.12.2019 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	28211	-1,0%	3,9%	5,1%	5,2%	-1,1%
S&P 500	3436	-1,4%	4,7%	5,5%	14,3%	6,3%
Nasdaq	11485	-2,0%	6,5%	7,5%	40,7%	28,0%
Value Line Arithmetic	6596	-1,2%	6,9%	6,9%	6,2%	-0,9%
DAX	12580	-1,0%	0,3%	-4,5%	-1,3%	-5,1%
MDAX	27256	-0,8%	2,9%	0,1%	3,9%	-3,7%
TecDAX	3060	-2,4%	2,2%	-2,4%	7,9%	1,5%
EuroStoxx 50	3178	-0,5%	0,5%	-6,7%	-11,7%	-15,2%
Stoxx 50	2849	-1,1%	-1,5%	-8,1%	-11,9%	-16,3%
SMI (Swiss Market Index)	9983	-0,8%	-3,3%	-4,4%	-0,1%	-6,0%
FTSE 100	5781	-0,9%	-0,4%	-7,8%	-19,3%	-23,4%
Nikkei 225	23474	-0,1%	0,5%	2,6%	4,1%	-0,8%
Brasilien BOVESPA	100552	1,5%	3,7%	-3,6%	-5,2%	-13,1%
Russland RTS	1152	1,8%	-2,4%	-8,5%	-15,6%	-25,6%
Indien BSE 30	40558	2,1%	6,6%	6,9%	3,2%	-1,7%
China Shanghai Composite	3313	-0,6%	-0,1%	-0,3%	12,7%	8,6%
MSCI Welt (in €)	2418	-1,8%	3,5%	0,8%	3,4%	-2,6%
MSCI Emerging Markets (in €)	1138	0,5%	4,1%	1,4%	4,6%	-3,0%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	175,71	-19	106	-66	482	522
Bobl-Future	135,67	-4	37	85	119	204
Schatz-Future	112,43	1	8	37	36	53
3 Monats Euribor	-0,51	0	0	-6	-10	-12
3M Euribor Future, Dez 2020	-0,52	0	0	-6	-6	0
3 Monats \$ Libor	0,21	-1	-1	-5	-172	-170
Fed Funds Future, Dez 2020	0,08	0	0	3	-119	-1
10-jährige US Treasuries	0,81	8	14	20	-98	-111
10-jährige Bunds	-0,59	2	-6	-9	-25	-40
10-jährige Staatsanl. Japan	0,04	2	2	3	17	6
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,53	3	-2	-8	2	-6
US Treas 10Y Performance	720,71	-0,8%	-1,3%	-1,7%	12,3%	13,3%
Bund 10Y Performance	686,30	-0,2%	0,6%	1,2%	2,7%	4,3%
REX Performance Index	500,27	-0,1%	0,3%	0,6%	0,7%	1,4%
IBoxx AA, €	0,06	0	-8	-20	-18	-24
IBoxx BBB, €	0,78	-2	-12	-33	-14	-13
ML US High Yield	5,77	-6	-29	-44	-55	-27
Wandelanleihen Exane 25	7873	0,0%	0,5%	1,9%	4,2%	2,8%
Rohstoffmärkte						
MG Base Metal Index	325,50	3,4%	2,7%	9,1%	9,2%	8,5%
Rohöl Brent	42,09	-2,7%	1,5%	-5,2%	-28,2%	-36,5%
Gold	1914,71	0,8%	0,9%	4,2%	28,9%	25,9%
Silber	25,07	4,0%	2,2%	19,3%	42,4%	39,9%
Aluminium	1833,00	-0,4%	5,4%	10,4%	6,5%	2,9%
Kupfer	6977,75	3,6%	3,9%	6,6%	20,2%	13,5%
Eisenerz	121,56	0,4%	-3,5%	13,0%	34,2%	32,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	1346	-13,8%	2,4%	-15,6%	-27,1%	23,5%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1822	1,1%	0,3%	3,3%	5,8%	5,2%
EUR/ GBP	0,9024	-0,4%	-1,7%	0,2%	5,1%	6,5%
EUR/ JPY	123,72	0,5%	0,8%	0,8%	2,0%	1,5%
EUR/ CHF	1,0724	0,3%	-0,3%	-0,1%	-2,5%	-1,2%
USD/ CNY	6,6803	-0,7%	-1,8%	-4,3%	-5,6%	-4,1%
USD/ JPY	104,58	-0,8%	-0,1%	-2,1%	-3,7%	-3,7%
USD/ GBP	0,7635	-1,4%	-2,3%	-2,7%	-0,9%	1,1%

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.